

Gogoll, Niklas; Heinen, Nicolaus; Schlieszus, Felix

Article

Fusionsberatung Made in Germany als Wettbewerbsvorteil: Relevanz und Perspektiven

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Gogoll, Niklas; Heinen, Nicolaus; Schlieszus, Felix (2019) : Fusionsberatung Made in Germany als Wettbewerbsvorteil: Relevanz und Perspektiven, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 99, Iss. 9, pp. 656-662, <https://doi.org/10.1007/s10273-019-2507-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213763>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Niklas Gogoll, Nicolaus Heinen, Felix Schlieszus

Fusionsberatung Made in Germany als Wettbewerbsvorteil: Relevanz und Perspektiven

Unternehmen lassen sich bei Fusionen und Übernahmen oft von Beratern begleiten. Die Auswertung einer Branchendatenbank zeigt, dass der Anteil einheimischer Fusionsberater an Fusionen in Deutschland in den letzten 15 Jahren stark gesunken ist. An ihre Stelle treten insbesondere Dienstleister aus den USA und Großbritannien. Die Abwanderung von Fusionsexpertise kann für eine international vernetzte Exportnation langfristig ein Wettbewerbsnachteil sein. Chancen bieten langfristig jedoch die Digitalisierung und die europäische Kapitalmarktunion.

Fusionen und Übernahmen spielen auch in Deutschland eine große Rolle. Eine schwächere Weltkonjunktur und niedrigere Gewinnspannen zeigen Unternehmen die Grenzen ihres organischen Wachstums auf und motivieren sie zu Übernahmen. Andere Unternehmen sehen sich auf ihrer Suche nach digitalen Geschäftsmodellen zu Akquisitionen veranlasst. Diese sind dank großzügiger Liquiditätsspritzen der Zentralbanken und niedriger Zinsen auch im großen Maßstab einfacher zu finanzieren als in der Vergangenheit.¹ Insbesondere der Standort Deutschland bietet mit seinen wettbewerbsfähigen Unternehmen zumeist attraktive Übernahmeziele, die dank eines relativ zur Standortqualität unterbewerteten Euro oft besonders günstig sind.²

Aktuelle Zahlen belegen dies. Nach Daten des Finanzdatendienstes Refinitiv kamen 2018 etwa 42 % der Käufer

deutscher Unternehmen aus dem Ausland (2004: 39 %). Nach Transaktionsvolumen gewichtet stieg der Anteil ausländischer Investoren von 52 % (2004) auf 69 % (2017) deutlich. Was manche schnell als Ausverkauf des Standorts Deutschland brandmarken, ist an sich jedoch nicht zu beanstanden. Die Entwicklung ist vielmehr Ausdruck eines funktionierenden europäischen Binnenmarktes und grenzüberschreitender Wertschöpfung, die zugleich deutschen Unternehmen eine erfolgreiche Expansion in der ganzen Welt ermöglicht.³ Damit ihnen das gelingt, benötigen sie allerdings Unterstützung und gute Beratung.

Für Fusionen und Übernahmen haben Unternehmen oft nur begrenzte Planungskapazitäten.⁴ Insbesondere Unternehmen des Mittelstands verlassen sich daher oft auf Fusionsberater, die bei der Entscheidung über Fusionen und Übernahmen und deren Durchführung eine wichtige Rolle spielen.⁵ Dies sind Investmentbanken, Beratungsunternehmen, Hedgefonds, Anwaltskanzleien und Wirtschaftsprüfer. Wer mit Entscheidern in Finanzwirtschaft und Industrie spricht, erfährt oft, dass deutsche Fusionsberater in den letzten Jahren stark an Bedeutung eingebüßt haben. Viele einheimische Unternehmen verlassen sich bei ihren Fusions- und Übernahmeaktivitäten auf die Expertise internationaler Berater.⁶

Dr. Nicolaus Heinen ist Executive Vice President – Group Strategy & Chief of Staff bei der Deutsche Börse AG in Frankfurt am Main und Lehrbeauftragter an der Universität Bayreuth.

Niklas Gogoll, M.Sc., und **Felix Schlieszus**, M.Sc., sind wissenschaftliche Mitarbeiter am Lehrstuhl für Institutionenökonomik an der Universität Bayreuth.

1 Vgl. exemplarisch I. Eisenbarth: Zeitliche Optimierung von M&A-Entscheidungen: eine Analyse pro- und antizyklischen M&A-Verhaltens in Deutschland, 2013, S. 70.

2 Vgl. exemplarisch F. Jing: How China analysts view the country's biggest ever acquisition bid, China Daily, 3.2.2016, http://www.chinadaily.com.cn/world/2016-02/03/content_23383455.htm (3.2.2016).

3 Vgl. M. Schröder et al.: The Role of Investment Banking for the German Economy, Deutsche Bank AG, Frankfurt a. M., Oktober 2011.

4 Vgl. M. Gerhard: Mehr Schutz vor ausländischen Direktinvestitionen?, in: Wirtschaftsdienst, 98. Jg. (2018), H. 11, S. 820-824, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2018/11/mehr-schutz-vor-auslaendischen-direktinvestitionen/> (26.8.2019).

5 Wir wählen die deutsche Bezeichnung Fusionsberater für den in der Branche gängigeren Begriff M&A-Adviser (M&A = Mergers and Acquisitions). Fusionsberatung umfasst nach unserer Definition nicht nur die Beratung bei Fusionen, sondern auch bei Übernahmen.

6 Vgl. R. Caiazza: Advisors' role in cross-border acquisitions: new challenges and opportunities, in: Journal of Strategy and Management, 6. Jg. (2013), H. 3, S. 309-314.

Kasten 1

Fünf Anmerkungen zur Methodik

1. *Datenbasis ist die Datenbank Deals League App von Refinitiv EIKON.* Es liegt eine Auswertung von 28 457 Fusionen und Übernahmen in Deutschland und insgesamt 12 408 Beraterverträgen von 1264 beratenden Institutionen vor. Der Datensatz umfasst nur abgeschlossene Transaktionen von Januar 2003 bis Dezember 2018.
2. *Die Anteile wurden wie folgt berechnet:* Alle beratenden Institutionen wurden von den Autoren nach Sitzland der Mutterorganisation und Tätigkeitsfeld gruppiert. Die Transaktionsvolumina (sogenannte „Rank Values“, d.h. Transaktionsvolumen abzüglich Nettoverschuldung des Übernahmeziels bei einem Ausbau der Beteiligung von vormals unter 50 % auf 100 %) wurden jeweils pro Jahr und Land addiert und dann durch die Gesamtsumme geteilt. In der Regel sind an Transaktionen mehrere Dienstleister beteiligt. Als Faustregel gilt: Je höher das Transaktionsvolumen, desto größer die Zahl der beteiligten Berater. Daher haben wir die Rank Values mit der Zahl der beteiligten Dienstleister gewichtet, um große Transaktionen in unserer Untersuchung nicht überzubewerten.
3. *Fusionen und Übernahmen ziehen sich oft über Monate, wenn nicht Jahre.* Daher wurde bei allen Betrachtungen ein gleitender Durchschnitt über drei Jahre gebildet und nur die Jahre 2004 bis 2017 einbezogen.
4. *Die Bezeichnung „strategischer Sektor“ wurde rein diskretionär vergeben.* Die Branchenbetrachtungen entsprechen nicht den SITC-Codes (Commodity Indexes for the Standard International Trade Classification). Sie korrespondieren mit einer Einteilung in zwölf Makro-Sektoren durch den Datenanbieter Refinitiv.
5. *Analytische Unschärfen können bestehen.* Da es keine veröffentlichte Quelle für Fusionsberatungsaktivitäten gibt, haben die Verfasser zur Analyse großer Aggregate behelfsweise eine Datenbank genutzt, die eigentlich für die Dokumentation von Einzeltransaktionen genutzt wird. Der Datensatz kann daher keinen Anspruch auf gesamtwirtschaftliche Vollständigkeit erheben. Dennoch gibt er einen guten Überblick über aktuelle Trends in der Fusionsberatung und bietet somit eine wichtige Grundlage für die wirtschaftspolitischen Implikationen dieses Artikels.

Fusionsberatung: ein gesamtwirtschaftlicher Wettbewerbsvorteil

Die Agenda für Fusionen und Übernahmen eines Unternehmens entsteht oft zwischen den Eigentümern und dem Management. Sie resultiert in der Regel aus langfristigen Entwicklungen auf Märkten, bei Technologien und dem regulatorischen Umfeld und korrespondiert eng mit der langfristig angestrebten strategischen Ausrichtung des Unternehmens. Maßgeblich sind auch die Einschätzungen des Kapitalmarktes, die sich nicht nur in Zinsen für Kredite und Anleihen, sondern bei börsennotierten Unternehmen auch in Analysteneinschätzungen und Investorengesprächen niederschlagen. In diesem Meinungsfindungsprozess sind Fusionsberater für Unternehmen wichtige Sparringspartner. Sie haben daher oft einen entscheidenden Einfluss auf deren langfristige Expansionsstrategie.⁷ Gerade im Zeitalter des digitalen Wandels, in dem viele Unternehmen ihre Geschäftsmodelle überdenken und mit gezielten Zu-

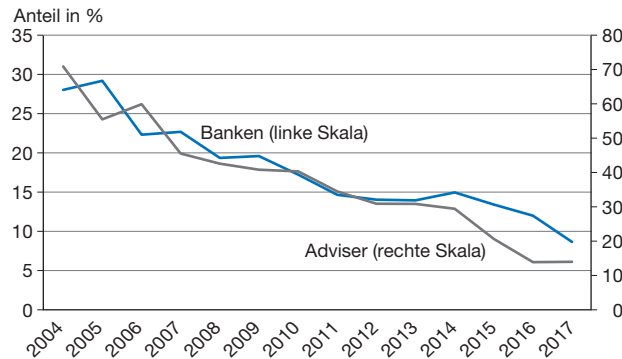
käufen neu kalibrieren wollen, können Fusionsberater mit ihrer Außenperspektive einen Mehrwert bieten,⁸ fusions- und übernahmewilligen Unternehmen einen umfassenden Überblick über Absatzmärkte, Wachstumsfelder und mögliche Übernahmekandidaten außerhalb des bekannten Konkurrenz- und Marktumfelds verschaffen und so einen entscheidenden Wissenstransfer leisten. Kommt es zur Fusion, unterstützen sie bei Prüfung und Bewertung, bei Vertragsverhandlungen, Abschluss und Integration. Auch bei der Abwehr feindlicher Übernahmen können sie helfen.

Diese betriebswirtschaftlichen Betrachtungen zeigen, dass Fusionsberater als Mittler, Begleiter und Strategen Wertschöpfungsketten verändern können. In der Gesamtschau entsteht daraus eine standortpolitische Relevanz: Denn wenngleich die meisten Fusionen und Übernahmen einen so geringen Umfang haben, dass sie keinen Einfluss auf die Qualität und Ausrichtung eines Wirtschaftsstandorts haben, so kann die akkumulierte Änderung von Wertschöpfungsketten das langfristige Profil von Volkswirt-

7 Vgl. H. Bowers, R. Miller: Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions, in: Financial Management, 19. Jg. (1990), H. 4, S. 34-44.

8 Vgl. J. Bao, A. Edmans: Do Investment Banks Matter for M&A Returns?, in: Review of Financial Studies, 24. Jg. (2011), H. 7, S. 2286-2315.

Abbildung 1
Einheimische Banken und Adviser als Berater an Fusionen und Übernahmen in Deutschland



Anmerkung: gleitender Drei-Jahres-Durchschnitt gewichtet nach Transaktionsvolumen.

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Finanzdatendienstes Refinitiv.

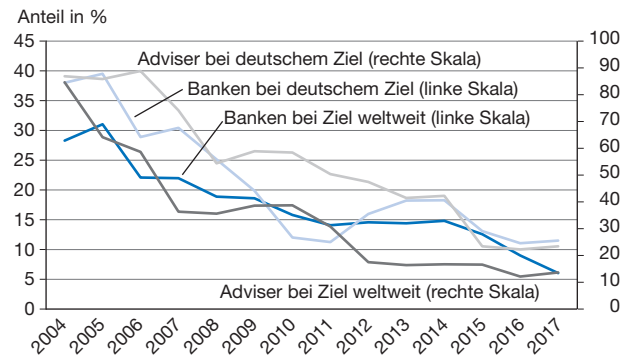
schaften prägen. Jede größere strukturelle Veränderung bei den Fusionsberatern hat daher auch eine unmittelbare Rückwirkung auf die Fusionsaktivitäten der Unternehmen, die sie beraten – und damit auf den Standort. Die Ausrichtung und Qualität von Fusionsberatung kann daher zum Wettbewerbsvor- oder -nachteil werden. Und genau deshalb lohnt ein Blick auf die Entwicklung der Fusionsberatung in Deutschland nicht nur aus betriebswirtschaftlicher, sondern auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht.

Deutsche Fusionsberatung: Abschied auf Raten

Die Beratungsaktivitäten im Fusionsgeschäft in Deutschland werden nicht amtlich erfasst. Wer Entwicklungsmuster erkennen möchte, muss auf private Datenbankanbieter zurückgreifen. Wir haben daher über die Deals League App des Finanzdatendienstes Refinitiv (bis 2018: ThomsonReuters) von 2003 bis 2018 über 28 457 Transaktionen ausgewertet und die beteiligten Unternehmen und ihre Berater nach den Sitzländern ihrer Unternehmenszentralen gruppiert.⁹ Bei den Beratern unterscheiden wir vereinfachend zwischen zwei Gruppen: den öffentlichen und privaten Kreditinstituten (im Folgenden Banken) und den Fusionsberatern ohne Banklizenz (im Folgenden Adviser). Die Ergebnisse haben wir nach Transaktionsvolumen und Zahl der beteiligten Berater gewichtet und mit einem gleitenden Drei-Jahres-Durchschnitt versehen (zur Methodik vgl. Kasten 1).

⁹ Refinitiv: Deals and Investment Banking League Tables, <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/deals-and-league-tables-data> (27.8.2019).

Abbildung 2
Deutsche Banken und Adviser als Fusionsberater einheimischer Unternehmen (als Käufer)



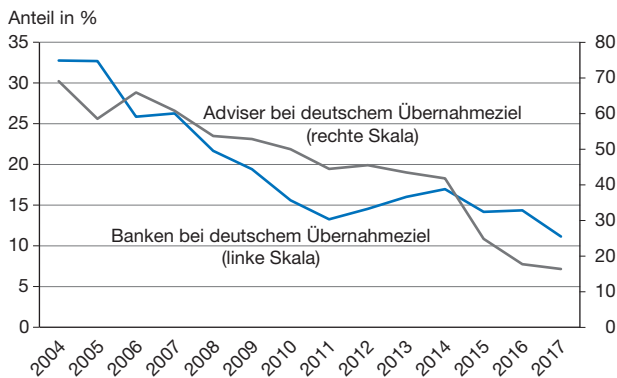
Anmerkung: gleitender Drei-Jahres-Durchschnitt gewichtet nach Transaktionsvolumen.

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Finanzdatendienstes Refinitiv.

Deutsche Privatbanken und öffentlich-rechtliche Banken haben in der Fusionsberatung in Deutschland seit 2004 deutlich an Einfluss verloren. Auch klassische Adviser konnten diese Verluste an Marktanteilen nicht ausgleichen. Dabei ist die sinkende Bedeutung deutscher Banken und Adviser keinem plötzlichen Ereignis geschuldet – wie etwa der globalen Finanzkrise – sondern eine konstante Entwicklung über den betrachteten Zeitraum, ohne dass es zwischenzeitlich eine Erholung der Marktanteile gegeben hätte. So werden nur noch 9 % aller von Banken begleiteter Fusionen mit deutscher Beteiligung auf Käufer- oder Verkäuferseite und gewichtet nach Transaktionsvolumen von deutschen Banken beraten (vgl. Abbildung 1). Die Bedeutung deutscher Banken in der Fusionsberatung hat sich also seit 2004 mehr als gedrittelt (2004: 28 %). Der Marktanteil deutscher Adviser lag 2017 nur bei 14 %, was ein noch deutlicherer Rückgang ist. An ihre Stelle treten vor allem Anbieter aus den USA und Großbritannien – und damit Investmentbanken (Zuwachs von 53 % auf 64 % im gleichen Zeitraum) und Adviser (Zuwachs von 24 % auf 78 %). Das Muster wiederholt sich, wenn man zwischen Kauf- und Verkaufsaktivitäten unterscheidet.

- Bei deutschen Käufern, die im Inland oder weltweit investieren, ist der Anteil von Banken in der Fusionsberatung von 28 % auf 6 % gesunken. Der Anteil von deutschen Advisern ging im gleichen Zeitraum von 85 % auf 14 % zurück (vgl. Abbildung 2).
- Selbst wenn die Hauptsitze von Käufer und Übernehmziel in Deutschland liegen, ist der Anteil von Banken von 38 % auf 11 % und der Anteil der deutschen Adviser von 87 % auf 23 % gesunken (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 3
Deutsche Banken und Adviser als Fusionsberater einheimischer Unternehmen (als Übernahmeziele)



Anmerkung: gleitender Drei-Jahres-Durchschnitt gewichtet nach Transaktionsvolumen.

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Finanzdaten-dienstes Refinitiv.

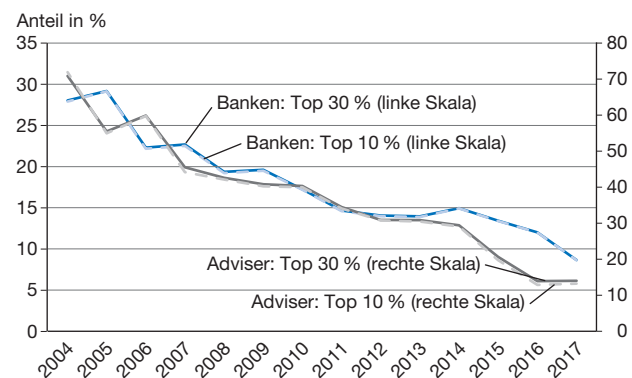
- Auch bei Übernahmen deutscher Unternehmen durch Investoren aus dem In- und Ausland ging der Anteil deutscher Banken von 33 % auf 11 % zurück. Deutsche Adviser verzeichnen hier einen Rückgang von 69 % auf 16 % (vgl. Abbildung 3).

Bei den Transaktionen, die allein aufgrund ihres Volumens schon eine gewisse Rückwirkung auf den Standort haben könnten, ist die Entwicklung ähnlich (vgl. Abbildung 4). So sinkt der Anteil deutscher Banken an der Fusionsberatung unter den obersten 10 % der Transaktionen (sogenannte Top-Deals) im betrachteten Zeitraum ebenfalls von 28 % auf 9 %, der von Advisern sogar von 72 % auf 13 %. Die Entwicklung bei den obersten 30 % der Transaktionen zeigt ein vergleichbares Muster.

Diese Entwicklung findet in einer Zeit statt, in der vereinzelte Stimmen im wirtschaftspolitischen Diskurs immer häufiger nationale Interessen betonen und in diesem Zusammenhang auch sogenannte strategische Branchen identifizieren. Ohne dass wir uns diese Argumente zu eigen machen, nehmen wir die Debatte auf und zeigen in Abbildung 5 exemplarisch zwei Branchen, die in der öffentlichen Debatte oft als strategisch wichtig bezeichnet werden:¹⁰ die Energie und die Hochtechnologie. Es werden allein die Beratungsaktivitäten von Banken bei

¹⁰ Vgl. etwa die Debatte im Zuge der Veröffentlichung der Nationalen Industriestrategie 2030 durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie im Februar 2019. Ähnliche Diskussionen entzündeten sich zuletzt an der Übernahme des Roboterherstellers Kuka und der technologischen Vormachtstellung Chinas in der Ausrüstung von 5G-Mobilfunkinfrastruktur.

Abbildung 4
Top-Deals in Deutschland mit mindestens einem einheimischen Berater bei Käufer oder Übernahmeziel



Anmerkung: gleitender Drei-Jahres-Durchschnitt gewichtet nach Transaktionsvolumen.

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Finanzdaten-dienstes Refinitiv.

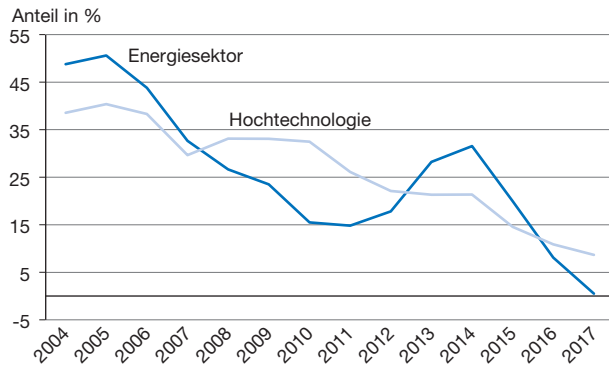
Übernahmezielen in Deutschland abgebildet, weil diese in diesen Feldern einen Großteil der Transaktionen begleitet haben. Es zeigt sich, dass der Anteil deutscher Finanzhäuser auch hier in den letzten Jahren quer über beide strategischen Branchen sogar noch stärker zurückgegangen ist als in anderen Bereichen. Während im Energiesektor zwischenzeitlich eine Erholung zu erkennen war, hat sich der Einfluss deutscher Banken im Bereich Hochtechnologie konstant verringert. Ob und inwiefern die zuletzt öffentlich veranlassten Fusionsbestrebungen von Großbanken diesen Trend umzukehren vermögen, sei dahingestellt.

Ursachen und langfristige Konsequenzen

Die Ursachen für den rapiden Bedeutungsverlust einheimischer Berater bei Fusionen in Deutschland sind nicht bei den Anbietern allein zu suchen. Sie sind vielmehr eine Folge von drei Trends, bei denen ökonomische, regulatorische und geostrategische Faktoren eine Rolle spielen.

- *Konzentration durch Standardisierung und Globalisierung – große Anbieter können Vorsprung ausbauen:* Fusionsprozesse sind in den letzten Jahren aufgrund anspruchsvollerer regulatorischer Anforderungen und internationaler Koordinierung der Wettbewerbsbehörden zwar einheitlicher, in sich zugleich aber auch immer komplexer geworden. Das erschwert es Anbietern, sich voneinander abzuheben und senkt die Margen im Beratungsgeschäft. Angesichts hoher Fixkosten für Technologie und Humankapital hat dies insbesondere in Deutschland zu Zusammenschlüssen, Marktaustritten und damit zu einer Konsolidierung der Anbieterland-

Abbildung 5
Einheimische Banken als Fusionsberater in
ausgewählten Sektoren in Deutschland



Anmerkung: gleitender Drei-Jahres-Durchschnitt gewichtet nach Transaktionsvolumen.

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Finanzdaten-dienstes Refinitiv.

schaft in der Fusionsberatung geführt.¹¹ Zudem profitieren große Anbieter angesichts eines steigenden Anteils grenzüberschreitender Fusionen auch von ihrem internationalen Netzwerk.

- *Junger, fragmentierter Markt in Deutschland – US-Berater mit besserer Ausgangslage:* Im Gegensatz zu den USA sind nennenswerte Fusionsaktivitäten in Deutschland erst seit der umfassenden Kapitalmarktliberalisierung in den 1990er Jahren zu verzeichnen. Deshalb ist auch die Branche der Fusionsberatung in Deutschland noch relativ jung. US-amerikanische Beratungsunternehmen konnten dank freier Kapitalmärkte, eines härteren heimischen Wettbewerbs und eines umfassenden Wagniskapitalsektors über Jahrzehnte einen viel breiteren Erfahrungsschatz und eine kritische Größe aufbauen.¹²
- *Unternehmen wünschen langfristige Partnerschaften:* Eine unmittelbare Folge ist, dass es für Unternehmen nur rational ist, sich auf die Expertise von Anbietern zu verlassen, die nicht nur ihren Hauptsitz im Kraftzentrum der Finanzmärkte haben, sondern auch in ihrem Denken und Handeln internationale Expertise einbringen. Verbunden mit dem dynamischen Anstieg der Fusions- und Übernahmeaktivitäten in den letzten Jahren stärkt dies die Rolle großer, internationaler Fusionsberater

einmal mehr. Nicht zuletzt zeigen unsere Daten, dass deutsche Unternehmen insbesondere bei größeren Transaktionen auf Expertise internationaler Beratungen zurückgreifen, selbst wenn sie heimische Unternehmen übernehmen. Betrachtet man nur das oberste Dezil dieser innerdeutschen Transaktionen, stieg der gewichtete Anteil internationaler Beratungen im Betrachtungszeitraum 2003 bis 2018 von 62 % auf 89 %.

Aus diesen Trends ergibt sich, dass Fusionsberatung aus Deutschland es auf absehbare Zeit schwer haben wird. Die Folgen dieser Entwicklung sollten nicht unterschätzt werden. Es stellt sich die Frage, ob am Standort Deutschland nicht langfristig originäre Expertise verlorengeht, wenn nahezu ausschließlich internationale Dienstleister beraten. Fusionen und Übernahmen sind diffizile Angelegenheiten in einem völlig intransparenten Markt, bei denen es oft auf Zwischentöne und persönliche Beziehungen ankommt, und bei denen es wichtig ist, eng und auf Augenhöhe zusammenzuarbeiten.¹³ Spätestens hier geraten einheimische global agierende Unternehmen ins Hintertreffen, wenn sie sich in Ermangelung einheimischer Berater auf Anbieter aus dem Ausland verlassen müssen. Freilich haben auch internationale Fusionsberater ihre Filialen in Deutschland – ihre Mitarbeiter sind Muttersprachler; oft im Zuge der vorangegangenen Marktkonsolidierung von deutschen Wettbewerbern übernommen. Die Distanz zu den Zentralen großer Fusionsberater, in denen die eigentlichen Strategien entstehen, können die lokalen Mitarbeiter jedoch selten vollständig überbrücken. Sie sind vielmehr gehalten, Branchenexpertise, Best Practices und strategische Expansionsagenden zu übernehmen, die womöglich nicht passgenau sind – auch und gerade weil sich der Mittelstand internationalen Beratern nicht immer in all seinen Facetten unmittelbar erschließt. Denn wenngleich die meisten Hidden Champions in ihren Absatzmärkten global aufgestellt sind, werden Strategie und Übernahmeagenda nach wie vor in der Zentrale bestimmt – und damit am Standort Deutschland. Aus eigenen Erfahrungen in großen Fusionsprozessen können wir bestätigen, wie erfolgskritisch nahbare Beratung und eine kulturelle Übereinstimmung weit jenseits leicht überbrückbarer Sprachbarrieren für gelungene Unternehmenszusammenschlüsse sind.¹⁴

Zum handfesten Nachteil wird das für einheimische Unternehmen spätestens dann, wenn sie ihre Übernahmeagenden nicht im gleichen Maße auf immer schnellere Marktveränderungen und Transaktionszyklen ausrichten können

11 Vgl. V. Srinivas et al.: Battle for dominance in the M&A advisory business, Deloitte Center for Financial Services, London 2013, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-Battlefordominance-09302014.pdf> (16.8.2019).

12 Vgl. K. Zhao: The rise of Elite Boutique Investment Banks, in: The Economics Review at NYU, 1.5.2018.

13 Vgl. D. Rottig, T. Reus: Research on Culture and International Acquisition Performance: A Critical Evaluation and New Directions, in: International Studies of Management & Organization, 48. Jg. (2018), H. 1, S. 3–42.

14 Vgl. S. Teerikangas, P. Very: The Culture-Performance Relationship in M&A: From Yes/No to How, in: British Journal of Management, 17. Jg. (2006), H. 1, S. 31–48.

wie ihre angelsächsische Konkurrenz. Sie gehen dann bei strategischen Zukäufen leer aus oder scheitern an passgenauen Finanzierungsformen. Im schlimmsten Fall finden sie für die schnelle Abwehr einer drohenden feindlichen Übernahme kurzfristig keine passende Expertise am Markt und können in zeitkritischen Lagen am Verhandlungstisch keine Waffengleichheit herstellen.

In der volkswirtschaftlichen Gesamtschau können sich diese Einzelfälle durchaus zum Standortnachteil kumulieren. Dies gilt vor allem in Zeiten der Digitalisierung, wenn ganze Wirtschaftssektoren ihre Wertschöpfung neu erfinden müssen und für den erforderlichen Wandel auf Zukäufe digitaler Jungunternehmen angewiesen sind. Darüber hinaus bestehen langfristige Pfadabhängigkeiten: Ohne nennenswerte nationale Spieler in der Fusionsberatung sinkt das Interesse leistungsfähiger Führungskräfte an dem Metier, geraten Ausbildungsangebote und die Forschung in diesem Bereich an Hochschulen aufs Abstellgleis, nehmen die lokalen Netzwerkvorteile für verbliebene Fusionsberatungen ab. Da die Beratungsqualität lokaler Spieler sinkt, dürfte das die Aktivitäten deutscher Finanzinstitute und Fusionsberater noch einmal zusätzlich ausdünnen.

Wirtschaftspolitische Antworten: öffentliche Bereitstellung nicht zielführend

Offen ist, ob wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf besteht. Die naheliegende Option wäre in der Tat, nichts zu unternehmen und den Bedeutungsverlust der Fusionsberatung in Deutschland zu akzeptieren. Aus standortpolitischer Sicht wäre dies nicht empfehlenswert, da Fusionen und Übernahmen die Wirtschaftsstruktur eines Standorts strukturell verändern können, was im Tagesgeschäft weder ausgeglichen noch rückgängig gemacht werden kann. Deshalb sollte an einem international vernetzten Standort wie Deutschland ein Mindestmaß an Fusionskompetenz vorhanden sein. Besser im Sinne des Wirtschaftsstandorts und produktiver im Sinne eines echten Dienstleistungswettbewerbs ist es daher, sich schon heute Gedanken zu machen, wie die Fusionsberatungskompetenz in Deutschland wieder gestärkt werden kann.

Sicherlich liegen im Kammerwesen oder in der öffentlich-rechtlichen Säule des deutschen Bankensystems geeignete Strukturen vor, über die die öffentliche Hand das Marktumfeld der Fusionsberater bespielen könnte. Es darf jedoch bezweifelt werden, ob die vorhandenen Organisationen tatsächlich in der Lage wären, in ihren Dienstleistungen die marktübliche Expertise und Geschwindigkeit zu bieten. Angesichts impliziter Obergrenzen in der Gehaltsstruktur für Spezialisten im öffentlichen Sektor erscheint es fraglich, ob es einer öffentlichen Neugründung

tatsächlich gelingen könnte, erfolgreich mit internationalen Beratungen um die besten (einheimischen) Talente zu konkurrieren. Allein dann könnte eine öffentliche Struktur das leisten, was privatwirtschaftlichen Akteuren in Deutschland nicht gelungen ist. Es kann daher bezweifelt werden, ob in einem dynamischen Umfeld wie der Fusionsberatung tatsächlich nennenswerter Wettbewerb entstünde. Ohnehin gilt: Unternehmen kaufen mit der Fusionsberatung vor allem den Zugang zu einem schlagkräftigen Netzwerk. Dieses wäre bei einer hausgemachten öffentlichen Lösung kaum gegeben, was jedoch nicht bedeutet, dass es keine wirtschaftspolitischen Ansätze gäbe. Diese müssen sich jedoch vielmehr an den eigentlichen Ursachen als nur an einer Korrektur der Symptome orientieren.

Ausblick: neue Chancen durch Kapitalmarktunion und Digitalisierung

Der Abstieg der deutschen Fusionsberatung ist nicht unumkehrbar. Vielmehr bieten regulatorische und technologische Veränderungen in den kommenden Jahren Chancen für den Aufbau neuer Kompetenz in diesem Bereich. Eine regulatorische Chance bietet die europäische Kapitalmarktunion. Dieses Legislativpaket der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2015 zielt mit insgesamt 13 Gesetzesinitiativen darauf ab, europäische Kapitalmärkte stärker zu integrieren, und damit im Wechselspiel zwischen Kapitalmarkt, Bankenfinanzierung und Kreditverbriefung zusätzliche Ressourcen für die Unternehmensfinanzierung zu aktivieren. Der Fokus liegt klar auf kleineren und mittelständischen Unternehmen, für die die Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt bislang eine besondere Herausforderung war. Zugleich sollen grenzüberschreitende Investitionen in der EU erleichtert werden. Die Kapitalmarktunion ist damit ein Musterbeispiel dafür, dass Wirtschaftspolitik bessere Rahmenbedingungen für Fusionen schaffen und damit die Ergebnisse privatwirtschaftlichen Handelns verbessern kann – und das, ohne Märkte zu verzerren.¹⁵ Ein Nebeneffekt dieses ehrgeizigen regulatorischen Projekts ist, dass es auch innereuropäische Fusionen erleichtern kann – und zwar aus drei Gründen.

- Unternehmen können in einem gemeinsamen Kapitalmarkt zusätzliche Mittel aktivieren, Fusionen und Übernahmen im Binnenmarkt einfacher stemmen und somit das europäische Fusionsgeschäft insgesamt beleben.
- Der Ausbau von Verbriefungsmöglichkeiten würde zudem intelligentere Finanzierungsmuster für Unterneh-

¹⁵ Eine kritischere Sicht vertritt H. Gabrisch: Zur Kritik der Kapitalmarktunion, in: Wirtschaftsdienst, 96. Jg. (2016), H. 12, S. 891-899, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2016/12/zur-kritik-der-kapitalmarktunion/> (26.8.2019).

mensexpansionen ermöglichen, die die Barreserven schonen und die Finanzkraft erhöhen.

- Die Kapitalmarktunion könnte auch zum Anlass genommen werden, zu einem späteren Zeitpunkt den grenzüberschreitenden Eigentümerwechsel von Unternehmen und Kapitalbeteiligungen nochmals zu erleichtern – so wie es in der Fusionsrichtlinie von 2009 bereits ansatzweise erfolgt ist.

Aus heutiger Sicht ist es allerdings alles andere als sicher, ob die Kapitalmarktunion ihre ursprünglichen Zielsetzungen erreicht. Denn von den bislang 13 Legislativvorschlägen wurden in den letzten vier Jahren nur drei von Rat und Parlament aufgenommen. Da mit Großbritannien ein maßgeblicher Befürworter und Treiber dieses Projekts die Europäische Union verlässt, ist es zudem fraglich, ob die Kapitalmarktunion künftig noch Priorität genießen wird. Wichtig wäre dies aus Sicht der hier vorgestellten Argumente jedoch durchaus: Denn ein kursorischer Blick auf unseren Datensatz zeigt, dass die für Deutschland hier getätigten Aussagen im groben Maßstab auch für den Rest der EU27 gelten. Nach dem Brexit dürfte es in keinem EU-Mitgliedstaat noch nennenswerte originäre Fusionsexpertise geben. Die nächste Europäische Kommission sollte daher im Interesse der kontinentaleuropäischen Unternehmenslandschaft dem Projekt der Kapitalmarktunion neuen Schwung geben.

Gelingt das Projekt der Kapitalmarktunion, könnte dies für deutsche und kontinentaleuropäische Fusionsberater eine Chance sein, mit spezifischem Wissen über ihre Heimatmärkte und regulatorische Besonderheiten Marktanteile zurückzugewinnen. Begünstigt würde diese Entwicklung durch die Digitalisierung, die derzeit ohnehin Strukturen im Bereich der Professional Services maßgeblich verändert. Fusionsberatung ist als wissens- und personalintensive Dienstleistung mit hohen Fixkosten verbunden. Es spricht viel dafür, dass sich größere Bereiche der Wertschöpfung auf digitale Plattformen migrieren lassen – um dort Wissen und bewährte Verfahren auszutauschen, Bewerbungen auf größere Mandate aufzuteilen, Projekte aufzusplitten und zugleich im Verbund professioneller und stärker auf-

zutreten. Dies würde wiederum die Eintrittsschwelle für neue Spieler auf dem Markt senken – und die bislang hohe Persistenz nationaler Finanzsysteme im europäischen Binnenmarkt verringern.¹⁶ Möglicherweise wird es dann für heimische Banken, die in der Fusionsberatung Marktanteile eingebüßt haben, attraktiver, ihre Systeme für kleinere Anbieter zu öffnen. Mit Allianzen könnten sie in Deutschland neue Wertschöpfungsketten in der Beratung bilden. Insbesondere mittelständische Unternehmen könnten sich an kleinere, preisgünstigere und lokale Anbieter wenden, die zugleich dank digitaler Vernetzung internationale Expertise und Ressourcen mobilisieren können. All dies könnte für neue Dynamik im Markt der Fusionsberatungen sorgen – und insgesamt zu besseren Ergebnissen führen.

Insbesondere die letzte Überlegung zeigt, dass die Fusionsberatung im Mittelstandsland Deutschland noch nicht abgeschrieben werden sollte. Größere strukturpolitische Impulse sind nicht erforderlich – zumindest nicht solche, die allein auf Fusionsberatung abzielen würden. Dennoch sollte die Politik die mögliche Disruption in der Fusionsberatung und ihre standortpolitischen Konsequenzen für Deutschland in den kommenden Jahren fest im Blick behalten. Dies gilt vor allem, weil sich daraus auch Implikationen für andere Bereiche hochwertiger unternehmensnaher Dienstleistungen wie etwa Unternehmensberatungen, Investmentbanken und Wirtschaftsprüfer ableiten lassen, deren einheimische Anbieter ebenfalls einen Bedeutungsverlust verzeichnen. Wir haben gezeigt, dass die Digitalisierung gemeinsam mit regulatorischen Weichenstellungen die Karten schnell neu mischen kann – ohne dass größere strukturpolitische Eingriffe Märkte verzerren müssen. Zudem bietet der anstehende Strukturwandel in vielen Wirtschaftssektoren für Ökonomen neue Möglichkeiten, die volkswirtschaftliche Bedeutung betriebswirtschaftlicher Trends und damit auch deren wirtschaftspolitische Implikationen zu untersuchen. Mit Mut zu pragmatischen Brücken zwischen Theorie und Praxis können sie einen Mehrwert für die wirtschaftspolitische Debatte liefern.

16 Vgl. M. Peter: Kapitalmarktunion – bisher hohe Persistenz der Finanzsysteme, in: Wirtschaftsdienst, 98. Jg., (2018) H. 1, S. 35-41, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2018/1/kapitalmarktunion-bisher-hohe-persistenz-der-finanzsysteme/> (26.8.2019).

Title: *M&A advisory Made in Germany as a Competitive Advantage: Relevance and Perspectives*

Abstract: *German companies increasingly rely on the advice of foreign advisers in their M&A activities. This article confirms this anecdotal evidence with an empirical analysis of 28,457 observations from 2003 to 2018. While a significant part of the loss of relevance in German M&A advisory is structurally rooted, a permanent loss of domestic M&A expertise can soon turn into a locational disadvantage for Germany as a globally-oriented open economy. While any political intervention seems to be ineffective and counterproductive, the remaining local M&A advisers should seize upon the digital transition of professional services and the regulatory opportunities of the European Capital Markets Union.*

JEL Classification: G34, O16, L84, E02